

ISBN 978-86-6019-076-7



Pravni fakultet za privredu i pravosuđe
Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu | Novi Sad 2017.

Faculty of Law for Commerce and Judiciary
University Business Academy in Novi Sad | Novi Sad 2017.

Zbornik radova XIV Međunarodnog naučnog skupa „Pravnički dani – Prof. dr Slavko Carić”
Collection of Papers of the 14th International Scientific Conference „Legal Days – Prof. Slavko Carić”

NEZAVISNOST PRAVOSUĐA

Priredio: redovni profesor dr Milorad Bejatović

INDEPENDENCE OF THE JUDICIARY

Edited by: full professor Milorad Bejatović, Ph.D.



UNIVERZITET PRIVREDNA AKADEMIJA U NOVOM SADU
PRAVNI FAKULTET ZA PRIVREDU I PRAVOSUĐE U NOVOM SADU

Dr Ranko Sovilj

Istraživač saradnik, Institut društvenih nauka u Beogradu

e-mail: soviljpeca@gmail.com

Dr Sanja Stojković-Zlatanović

Istraživač saradnik, Institut društvenih nauka u Beogradu

e-mail: sanjazlatanovic1@gmail.com

ULOGA KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI U POSTUPKU NADZORA NAD POSLOVANJEM INVESTICIONIH DRUŠTAVA

Apstrakt:

Dinamičan razvoj tržišta kapitala poslednjih godina predstavlja potencijalnu opasnost za sve njegove učesnike, zbog brojnih manipulacija, špekulativnih investitora, složenih finansijskih instrumenata, koje prosečni učesnik na tržištu često i ne razume. Upravo nam je svetska finansijska kriza ukazala koliko je u praksi potreban jak i sveobuhvatan nadzor nad učesnicima na tržištu kapitala, te da je jačanje nadzora podjednako važno kao i stvaranje nove regulative. Ključna karakteristika u procesu redefinisanja uloge nadzora na tržištu kapitala jeste saznanje o krhkosti finansijskog sistema, kao posledica preterane izloženosti rizicima investicionih društava u svom poslovanju. Stoga je potrebno usvajanje novih mera i instrumenata nadzora nad poslovanjem investicionih društava, kako bi se obezbedila sigurnost na tržištu kapitala. Shodno tome, domaći zakonodavac je znatno ojačao nadzorna ovlašćenja Komisije za hartije od vrednosti, time što je proširen krug subjekata i postupaka koje Komisija nadzire, kao i mere koje može preduzeti, što obezbeđuje efikasnije i kvalitetnije sprovođenje potrebnih aktivnosti na domaćem tržištu kapitala. Time se doprinosi uspostavljanju potrebnog integriteta i nezavisnosti Komisije kao nadzornog organa na tržištu kapitala. Politika razvoja finansijskog tržišta koja podstiče zdravu konkurenciju, u sprezi sa jakim nadzorom snažnih i nezavisnih institucija, može doprineti daljoj efikasnosti tržišta kapitala, kao i pružanje sigurnosti svim učesnicima.

Ključne reči: *Komisija za hartije od vrednosti, investiciona društva, nadzor, tržište kapitala*

1. UVOD

Ključna karakteristika u procesu redefinisanja uloge nadzora i regulative finansijskih instrumenata jeste saznanje o krhkosti finansijskog sistema, kao

posledica preterane izloženosti rizicima investicionih društava. Krize tržišta kapitala još od osamdesetih godina 20. veka, procesi globalizacije, deregulacije i internacionalizacije tržišta ukazali su da tradicionalni instrumenti kontrole tržišta nedovoljni u pogledu očuvanja stabilnosti finansijskog sistema u celini. Osetljivost nadzornih vlasti na rizični profil investicionih društava, a posebno na prisustvo netradicionalnih rizika drastično se povećala. To iziskuje usvajanje novih instrumenata nadzora, kako bi se ojačala kontrola nad učesnicima na tržištu kapitala.¹

Globalna finansijska kriza, nastala tokom 2007. godine, demonstrirala je osnovne slabosti funkcionisanja regulacije i propuste u sprovođenju nadzora nad finansijskim tržištima kako u finansijskim centrima moć i poput SAD-a i EU, tako i u drugim zemljama širom sveta.² Kriza je posebno pogodila zemlje članice EU. Uspom evropskih finansijskih integracija i jedinstveno tržište finansijskih usluga su u određenoj meri, usled nedostatka robusnog nadzornog okvira, nesvesno doprineli prelivanju krize na zemlje članice EU.³

Postojeća regulativa i regulatorne institucije nisu bile u stanju da isprate ubrzane promene na finansijskom tržištu. Kao glavni nedostatak ističe se globalni karakter finansijskih tržišta i međunarodno obeležje većine investicionih društava nasuprot nadležnostima nadzornih organa koji su bili u domenu država članica. Jedinstveno evropsko tržište finansijskih usluga nije imalo i jedinstvenu vlast za finansijski nadzor na nivo EU.⁴ Upravo to je onemogućilo sprovođenje efikasne preventivne kontrole i nadzora nad investicionim društvima sa velikim obimom prekograničnog poslovanja.

Svetska finansijska kriza još jednom nam je ukazala koliko je u praksi potreban jak i sveobuhvatan nadzor nad učesnicima na tržištu kapitala, kao i da je jačanje nadzora podjednako važno kao i kreiranje i usvajanje nove regulative. Dobra regulativa pruža potporu čvrstoj kontroli, a čvrsta kontrola pojačava dobru regulativu. Jedna drugu međusobno pojačavaju i nerealno je očekivati da jedna može biti uspešna bez druge.⁵

1 Cesarini, F., (1994). The Role of Own Funds in: G. Ferrarini (editor) Prudential Regulation of Banks and Securities Firms, Kluwer Law International, London – The Hague, str. 107

2 Više o nastanku kriza i njihovim posledicama videti: Sovilj, R., Stojković-Zlatanović, S., (2017). Posledice finansijskih kriza – uporednopravna analiza. Strani pravni život (1), str. 139-153

3 Momirović, D., (2012). Nova arhitektura regulatornog i nadzornog dizajna Evropske unije – makro i mikro prudencijalni pristup. Bankarstvo (1), str. 84

4 Dabrowski, M., (2009). The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration. CASE Network Studies & Analyses 384, str. 19

5 Ingves, S., (2013). Trenutni prioritet Bazelskog komiteta: podizanje letvice. Bankarstvo (1), str. 152

Napore da se primene nova pravila treba istovremeno da prati stalno nadgledanje. Sveobuhvatan nadzor je neophodan kako bi se omogućilo da investiciona društva posluju sa primerenim kapitalnim zahtevima, standardima likvidnosti i politikom upravljanja rizicima koji su srazmerni preuzetim rizicima. Takođe, potrebno je rešavati posledice finansijskih inovacija koje sama regulativa ne može u potpunosti da pokrije. Od nacionalnih nadzornih organa očekuje se da posebno intenzivnije kontrolišu poslovanje najvećih investicionih društava. Podjednako je važno da se pojačaju mikro i makro preventivne dimenzije nadzora, kao i način njihove interakcije.⁶

2. POLOŽAJ NADZORNE VLASTI NA TRŽIŠTU KAPITALA

Nadgledanje finansijskog tržišta razlikuje se prema vrsti regulatornih institucija. Razlike su uslovljene stepenom razvijenosti finansijskog tržišta, ali i istorijskim nasleđem. Postoje tri modela regulacije i nadzora.

Institucionalna regulacija odnosi se na različite sektore finansijskog tržišta: bankarstvo, brokersko-dilerska društva, investitore, osiguranje, pri čemu svaki od pomenutih sektora reguliše i nadzire posebna institucija: centralna emisiona banka, komisija za hartije od vrednosti, ministarstvo finansija itd. Finansijske institucije obavljaju nadzor kroz kontrolu ulaska i izlaska učesnika sa tržišta, ali i sprovođenjem nadzora nad njihovim poslovanjem. Prednost ovakvog načina regulacije ogleda se u specijalizaciji regulatornih nadležnosti, dok se kao glavni nedostatak ističe neprilagođenost savremenim tendencijama koncentracije poslovanja i formiranje velikih finansijskih institucija, tzv. multiservisnih finansijskih institucija.⁷ Primer je finansijsko tržište SAD-a, gde dve institucije regulišu promet hartijama od vrednosti, četiri bankarstvo, dok osiguranje potpada pod nadležnost federalnih država.

Jedinstvena regulacija odnosi se na celokupno finansijsko tržište i sve finansijske posrednike, nezavisno u kom sektoru tržišta posluju. U ovom modelu jedna regulatorna institucija kontroliše sve. Kao prednost ističe se značajna ušteda i smanjenje troškova, kao i sveobuhvatnija kontrola tržišnih rizika, dok se kao glavni nedostatak navodi složena kontrola od strane predstavničkih organa i birokratske zloupotrebe. Ovaj model prvi put je uveden u nordijskim zemljama u periodu 1988-1991. godine, dok je najznačajniji predstavnik britanska Uprava za finansijske usluge (*Financial Services Authority – FSA*).

6 Caruana, J., (2012). Izgradnja otpornog finansijskog sistema. Bankarstvo (2), str. 112. Uloga nadzornih tela je podjednako značajna kao i usvajanje novih pravila, što su najbolje demonstrirale Australija i Kanada. Uprkos ideji da striktan nadzor ograničava konkurentnost, svetska ekonomska kriza je pokazala da finansijski sistemi država sa rigoroznim i konzistentnim nadzorom bolje prolaze. Caruana, J., (2010). Finansijska stabilnost: 10 pitanja i otprilike sedam odgovora. Bankarstvo (3-4), str. 110

7 Vasiljević, B., Deliće, M., (2009). Regulacija finansijskog tržišta. Pravo i privreda (5-8), str. 473

Funkcionalna regulacija usmerena je na sistemsku zaštitu, a prevashodno na zaštitu ulagača. Prema ovom modelu jedna institucija obavlja preventivnu kontrolu, dok druga, kontrolu poslovanja sa klijentima. Ovaj model primenjuje se u Australiji od 1998. godine.⁸

Kada je u pitanju regulacija i kontrola domaćeg finansijskog tržišta, uočava se da je to kombinovani model, u čijoj osnovi preovladava model institucionalne regulacije sa elementima jedinstvene i funkcionalne regulacije. Tako je Narodna banka Srbije ovlašćena da kontroliše banke i druge finansijske organizacije, ali i pravna lica koja su sa bankom, koja je predmet kontrole, povezana imovinskim, upravljačkim ili poslovnim odnosima, dok je Komisija za hartije od vrednosti nadležna za sprovođenje nadzora nad poslovanjem brokersko-dilerskih društava, ovlašćenih banaka, kastodi banaka, investicionih fondova i društava za upravljanje investicionim fondovima.⁹

3. SPROVOĐENJE NADZORA KOMISIJE ZA HARTIJE OD VREDNOSTI NA DOMAĆEM TRŽIŠTU

U Republici Srbiji nadzor nad poslovanjem investicionih društava sprovodi Komisija za hartije od vrednosti. Komisija je samostalna stručna organizacija sa svojstvom pravnog lica i javnim ovlašćenjima.¹⁰ Poslednjim zakonskim izmenama značajno su proširena nadzorna ovlašćenja Komisije, time što je proširen krug subjekata i postupaka koje Komisija nadzire, kao i mere koje može preduzeti. Na taj način se obezbeđuje efikasnije i kvalitetnije sprovođenje odgovarajućih aktivnosti i doprinosi uspostavljanju potrebnog integriteta Komisije, kao zvaničnog nadzornog tela na tržištu kapitala.¹¹

Nadzor Komisije nad investicionim društvima zasniva se na proceni rizika koja podrazumeva neposrednu kontrolu, posebno onih društava koja predstavljaju najveći sistemski rizik u smislu obima i vrste investicionih usluga i aktivnosti koje pružaju.¹² Rizici predstavljaju mogućnost narušavanja pravednog, efikasnog i transparentnog tržišta kapitala i nastupanja štetnih posledica za ulagače. U postupku procene rizika identifikuju se rizici koji nastaju u vezi sa pružanjem investicionih usluga i obavljanjem investicionih aktivnosti od strane investicionih

8 Vasiljević, B., Deliće, M. op. cit. str. 474

9 Jovanović, N., (2009). Berzansko pravo, Beograd, Pravni fakultet, str. 219-220

10 Više o osnivanju i pravnom položaju Komisije videti: Dugalić, V., Štimac, M., (2011). Osnove berzanskog poslovanja, Beograd, Stubovi kulture, str. 107-108, Jovanović, N., (2001). Položaj nadzorne vlasti u poslovanju vrednosnicama kod nas i u okruženju. Pravo i privreda (5-8), str. 292-301

11 Janković, L., (2013). Uloga tržišta kapitala u razvoju privrede i bankarstva. Pravni život (11), str. 537

12 Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 203. stav 2.

društava. Na osnovu procene rizika utvrđuje se verovatnoća nastupanja i značaj štetnih posledica, te se vrši određivanje rizičnog profila društva i dodeljuje se odgovarajući stepen rizika koji može biti neznatan, nizak, srednji, visok i kritičan.¹³ Na osnovu izvršene procene, Komisija utvrđuje obim i učestalost sprovođenja nadzora nad poslovanjem investicionog društva.

Komisija za hartije od vrednosti može sprovoditi nadzor: 1) neposredno – uvidom u isprave i uzimanjem izjava u prostorijama investicionih društava; i 2) posredno (kontinuirano) – razmatranjem izveštaja i drugih informacija koje joj dostavljaju investiciona društva. Obim aktivnosti na licu mesta i metode koje se sprovode, određuju vrstu nadzora. Osim razlika u pristupu i tehnikama nadzora, ključna odrednica vrste i svrhe nadzora je imaju li za cilj samo zaštitu tržišta kapitala, odnosno očuvanje finansijske stabilnosti ili se od Komisije očekuje i da štiti interese klijenata, ulagača.¹⁴

3.1. Neposredan nadzor

Poslednjim zakonskim izmenama detaljno je regulisan neposredan nadzor koji može biti redovan, vanredan, kontrolni i dopunski. Komisija obavlja vanredni neposredni nadzor kada u toku sprovođenja kontinuiranog nadzora utvrdi okolnosti koje ukazuju na značajno povećanje rizika od nastanka nezakonitosti i nepravilnosti u poslovanju investicionog društva, odnosno na osnovu informacija iz predstavljeni i obaveštenja fizičkih i pravnih lica koje ukazuju na postojanje nezakonitosti i nepravilnosti. Kontrolni neposredni nadzor Komisija obavlja kako bi utvrdila da li su izvršene mere koje su naložene investicionom društvu, dok dopunski nadzor Komisija sprovodi radi utvrđivanja činjenica koje su od značaja za nadzor, a koje nisu utvrđene u redovnom, vanrednom ili kontrolnom nadzoru. Može se obaviti samo jedan dopunski nadzor u roku koji ne može biti duži od 30 dana od okončanja redovnog, vanrednog ili kontrolnog nadzora.¹⁵

Neposredan nadzor predstavlja istragu koju sprovode inspektori Komisije za hartije od vrednosti, izlaskom na tržište. Ispitivanje na licu mesta trebalo bi da omogući inspektorima Komisije da procene ispravnost podataka o primerenosti kapitala, likvidnosti, velikim izloženostima određenog investicionog društva, stručnosti njegove uprave, kao i politike i procedure za upravljanje rizicima. Od inspektora se očekuje da otkriju uzroke problema određenog društva, ali i da se pobrinu da se problemi reše preventivnim radnjama koje mogu smanjiti

13 Pravilnik o nadzoru koji sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, Službeni glasnik RS, br. 68/2016, 15/2017, član 12-13.

14 Greuning, H.V., Brajović Bratanović S., (2006). Analiza i upravljanje bankovnim rizicima, Zagreb, Svetska banka – Mate, str. 309

15 Pravilnik o nadzoru koji sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, Službeni glasnik RS, br. 68/2016, 15/2017, član 4-8.

verovatnoću njihovog ponavljanja.¹⁶ Prilikom neposrednog ispitivanja, inspektori Komisije polaze od procene ciljeva i politika vezanih za upravljanje rizicima, smernica uprave, kao i delotvornosti metoda upotrebljenih za merenje, praćenje i kontrolu rizika. Svrha inspekcijiskog nadzora je da se utvrdi da li postoje povrede propisa u ograničenju rizika u poslovanju investicionih društava i ukoliko postoje da se nateraju da ih blagovremeno otklone. Ukoliko investiciona društva ne preduzmu mere za otklanjanje nepravilnosti, Komisija će im izreći jednu ili više upravnih mera.¹⁷ Komisija može naložiti investicionim društvima sledeće mere: smanjenje izloženosti rizicima, ograničenje obima delatnosti, odnosno prestanak obavljanja delatnosti koje predstavljaju preteran rizik za njihovo poslovanje, ograničenje ili zabranu isplate dividendi akcionarima, odnosno dobit članovima uprave, usvajanje plana oporavka, dokapitalizaciju i sl. Osim navedenih mera, Komisija je dužna da odredi i rokove u kojima su investiciona društva obavezna da otklone nepravilnosti, a koji ne mogu biti duži od šest meseci.¹⁸ Navedene mere imaju za cilj da primoraju investiciona društva da posluju u skladu sa zakonskim propisima, jer samo tako se može obezbediti stabilnost tržišta kapitala i zaštititi neuki ulagači od potencijalnih manipulacija na tržištu, što doprinosi daljem jačanju i konkurentnosti domaćeg tržišta kapitala.

Neposredan nadzor Komisija sprovodi uvidom u opšta akta, poslovne knjige, izvode sa računa, prepisku i druge dokumente, uključujući i elektronske medije i ostale podatke koje su investiciona društva obavezna da vode i dostavljaju Komisiji. Takođe, Komisija uzima izjave od odgovornih lica, rukovodioca i ostalih zaposlenih u investicionom društvu, kao i od drugih lica koja imaju saznanja od interesa za nadzor. Investiciona društva su obavezna da na zahtev inspektora Komisije predaju poslovnu dokumentaciju, evidenciju o telefonskim pozivima i drugim oblicima korespondencije.¹⁹

3.2. Posredan (kontinuiran) nadzor

Osim neposrednog nadzora, Komisija vrši i kontinuirani nadzor. Postupak kontinuiranog nadzora omogućava rano upozorenje na probleme u poslovanju investicionih društava. Takođe, pomaže utvrđivanju prioriteta Komisije prilikom korišćenja oskudnih nadzornih resursa na područjima ili aktivnostima pod najvećim rizikom.²⁰ Posredan nadzor Komisija obavlja razmatranjem i analizom izveštaja, koje su investiciona društva obavezna da joj dostave po zakonu ili na njen zahtev, kao i praćenjem, prikupljanjem i proverom podataka i saznanjem iz drugih izvora.²¹

16 Greuning, H.V., Brajović Bratanović S. op. cit. str. 312

17 Jovanović, N., Berzansko pravo, str. 223-224

18 Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 204. stav 2.

19 Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 267.

20 Greuning, H.V., Brajović Bratanović S. op. cit. str. 309

21 Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 264.

Investiciona društva su dužna da dostave Komisiji podatke o primerenosti kapitala, likvidnosti, koncentraciji i velikim izloženostima, profitabilnosti, ostvarenim zaradama. Osim toga, Komisija može naložiti društvima da joj dostavljaju dodatne podatke, npr. izveštaje o likvidnosti nedeljno ili mesečno, izveštaje o izloženosti rizicima jednom mesečno ili češće, podatke o klasifikaciji aktive i sl. Posredan nadzor Komisija može izvršiti i preko svojih službenika, stručnih za pitanje u predmetu nadzora, a ne samo preko inspektora. U cilju provere podataka od interesa za nadzor za koja su potrebna posebna znanja, a u pitanjima za koje nije stručna, Komisija može angažovati stručno i nezavisno lice radi dobijanja objektivnog nalaza i mišljenja (npr. analitičari, revizori, veštaci).²² Na osnovu prikupljenih podataka o poslovanju investicionih društava, Komisija sprovodi analizu sadašnjih finansijskih izveštaja pojedinog društva i upoređuje ih sa istorijskim podacima i sa rezultatima uporednih trendova kako bi se procenilo finansijsko stanje pojedinog društva. Obradom i tumačenjem prikupljenih podataka mogu se prepoznati postojeći ili nadolazeći problemi u poslovanju investicionih društava.

Iako kontinuiran nadzor omogućava Komisiji da redovno prati finansijsko stanje i izloženost rizicima određenog investicionog društva, ovaj vid nadzora ima i određena ograničenja. Ta ograničenja su sledeća: 1) upotrebljivost finansijskih podataka zavisi od kvaliteta unutrašnjeg informacionog sistema pojedinog investicionog društva; 2) finansijski izveštaji imaju standardizovan format koji ne može blagovremeno obuhvatiti nove vrste rizika ili nove poslovne aktivnosti društva; 3) izveštaji ne mogu dosledno preneti sve činioce koji utiču na upravljanje rizicima, kao što su sastav uprave, politike, procedure i strategije upravljanja rizicima.²³

Zakonom je po prvi put predviđeno da Komisija može obaviti nadzor u skraćenom postupku, u hitnim slučajevima, kada su činjenice već utvrđene. Međutim, nedostatak je taj što zakonodavac nije uredio skraćeni postupak, pri čemu nije jasno u čemu je njegovo skraćenje, s obzirom da nije određeno koja faza redovnog postupka nadzora izostaje. Ukoliko se mislilo da Komisija ima pravo da izrekne meru investicionom društvu bez prethodne istrage i saslušanja, to bi predstavljalo povredu ustavom zagarantovanog prava na odbranu, usled čega bi Komisija mogla da odgovara za štetu u postupku po ustavnoj žalbi pred Ustavnim sudom, a i Republika Srbija pred Sudom za ljudska prava Saveta Evrope.²⁴

22 Jovanović, N., Berzansko pravo, str. 223

23 Greuning, H.V., Brajović Bratanović S. op. cit. str. 311

24 Jovanović, N., (2011). Novi zakonodavni mučak Srbije u MiFID okruženju u: Vuk Radović (urednik) Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije, Beograd, Pravni fakultet, str. 282

4. SANKCIONISANJE INVESTICIONIH DRUŠTAVA USLED UTVRĐENIH NEZAKONITOSTI I NEPRAVILNOSTI U POSLOVANJU

Nakon obavljenog postupka nadzora, inspektor Komisije sastavlja izveštaj o nadzoru koji dostavlja na razmatranje i usvajanje Komisiji. Između ostalog, izveštaj sadrži opis utvrđenih povreda ukoliko ih ima, navođenjem odredbe propisa koja je prekršena; činjenica iz kojih proizilazi utvrđena povreda; dokaza za postojanje navedenih činjenica; navođenje kaznene odredbe ukoliko konstatovano rešenje predstavlja prekršaj, privredni prestup ili krivično delo; način za otklanjanje kršenja propisa i dokumentacija koju investiciono društvo mora priložiti kao dokaz o otklanjanju povrede propisa, kao i predlog mera nadzora.²⁵

U slučaju utvrđenih povreda propisa u poslovanju investicionih društava u toku sprovođenja nadzora (npr. preterana izloženost rizicima, nevaljano upravljanje rizicima, nelikvidnost društva i sl.), Komisija će rešenjem naložiti preduzimanje mera i aktivnosti radi uspostavljanja zakonitosti i pravilnog poslovanja. O preduzetim merama, ukoliko je to neophodno, Komisija obaveštava regulisano tržište, multilateralnu trgovačku platformu, Centralni registar, Narodnu banku Srbije i kreditnu instituciju.²⁶

U sprovođenju nadzora nad investicionim društvima, Komisija vodi upravni postupak, primenjujući Zakon o opštem upravnom postupku, ukoliko zakonom nije drugačije određeno. Postupak je jednostepen, te su rešenja Komisije konačna, a protiv njih se može pokrenuti upravni spor.²⁷ Ukoliko u postupku nadzora nad investicionim društvom, Komisija utvrdi povredu propisa može naložiti otklanjanje nepravilnosti u određenom roku i izreći jednu ili više upravnih mera: 1) javnu opomenu; 2) privremenu zabranu obavljanja pojedinih ili svih poslova i sa njima povezanih pomoćnih poslova, u trajanju od najviše 60 radnih dana; 3) zabranu primanja naloga klijenata u poslovnim prostorijama investicionog društva; 4) privremenu zabranu raspolaganja sredstvima s novčanih računa, računa hartija od vrednosti i drugom imovinom u trajanju do tri meseca; 5) privremenu zabranu držanja i raspolaganja finansijskim instrumentima i novčanim sredstvima

25 Pravilnik o nadzoru koji sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, Službeni glasnik RS, br. 68/2016, 15/2017, član 29.

26 Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 265-275. U toku 2015. godine, Komisija je sprovela četiri neposredna postupka nadzora nad poslovanjem investicionih društava, pri čemu je ustanovila sledeće nezakonitosti, odnosno nepravilnosti: nepostupanje u skladu sa odredbama zakona koje se odnose na adekvatnost kapitala i upravljanje operativnim rizikom; prestanak obavljanja delatnosti investicionog društva, na osnovu čega je donela rešenja o oduzimanju dozvole za obavljanje delatnosti investicionih društava. U istom periodu Komisija je obavila 314 kontinuiranih postupaka nadzora nad brokersko-dilerskim društvima, odnosno 157 kontinuiranih postupaka nadzora nad ovlašćenim bankama. Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištu kapitala u periodu: januar-decembar 2015. godine (2016). Beograd, str. 30

27 Vasiljević, M., Vasiljević, B., Malinić, D., (2008). Finansijska tržišta, Beograd, Komisija za hartije od vrednosti, str. 62-63, Dugalić, V., Štimac, M. op. cit. str. 112

klijenata; 6) druge mere i sankcije podobne za otklanjanje povrede propisa.²⁸ Ukoliko investiciono društvo ne postupi po nalogima Komisije i ne otkloni nepravilnosti u svom poslovanju u predviđenom roku, Komisija može rešenjem privremeno, na period od dve godine, ili trajno oduzeti dozvolu za obavljanje delatnosti tom investicionom društvu.²⁹

Komisija je ovlašćena da izrekne investicionim društvima sve mere i sankcije propisane zakonom, kako bi se osiguralo zakonito i uredno trgovanje finansijskim instrumentima, zaštitili interesi investitora, obezbedilo pravedno, efikasno i transparentno tržište kapitala i smanjio sistemski rizik na tržištu kapitala, kao i da u slučaju utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti podnosi odgovarajuće prijave i zahteve.³⁰ Novina Zakona o tržištu kapitala je da Komisija može izreći novčanu kaznu investicionim društvima, kao i članovima njihove uprave, usled povrede propisa u poslovanju, koja ne može biti manja od 1% ni veća od 5% propisanog minimalnog kapitala prema poslednjem finansijskom izveštaju, odnosno ne može biti manja od jedne zarade a ni veća od zbira dvanaest zarada koje član uprave investicionog društva primio u periodu od dvanaest meseci pre dana donošenja rešenja. Time se posle više od dve decenije proširuje lepeza sankcija koje Komisija može koristiti u vršenju svojih nadležnosti, što je u skladu sa uporednom praksom. Imajući u vidu da zakonodavac propisuje relativno širok raspon u kojem se novčane kazne mogu izreći, bitno je da Komisija bude dosledna u izricanju istih sankcija u istovetnim situacijama, kako bi se obezbedila ravnopravnost svih učesnika na tržištu hartija od vrednosti.³¹ Doslednim postupanjem u istovetnim situacijama, Komisija obezbeđuje dodatni kredibilitet, verodostojnost i nezavisnost u poslovanju, što doprinosi daljem jačanju ugleda na tržištu kapitala, kao zvaničnog organa nadzora.

Ukoliko investiciono društvo otkloni povrede propisa, obavezno je da obavesti Komisiju i da joj podnese dokaze o tome. Ako Komisija svojom proverom ustanovi da je društvo otklonilo povrede propisa koji se odnose na njegovo

28 Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 205. Sprovođenje nadzora nad poslovanjem ovlašćene banke takođe potpada pod nadležnost Komisije za hartije od vrednosti. Ukoliko Komisija ustanovi nepravilnosti u poslovanju sa hartijama od vrednosti, može izreći ovlašćenoj banci navedene upravne mere. Rešenje o izricanju mera mora se dostaviti Narodnoj banci Srbije, koja se ne sme mešati u nadležnost Komisijine kontrole nad ogrankom ovlašćene banke za trgovinu hartijama od vrednosti. Takođe, Komisija može zabraniti ovlašćenoj banci poslovanje hartijama od vrednosti, dok joj ne može zabraniti pružanje ostalih bankarskih usluga na tržištu novca, s obzirom da u tom segmentu poslovanja banka potpada pod nadležnost Narodne banke Srbije. Cicmil, N., (2005). Ovlašćena banka i Kastodi banka kao učesnici na tržištu hartija od vrednosti. Pravni život (10), str. 1187-1193

29 Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 207. stav 1. tačka 5.

30 Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 203. stav 1.

31 Milovanović, D., (2011). Nova rešenja predloga Zakona o tržištu kapitala. Pravo i privreda (4-6), str. 572

poslovanje, ukinuće mu izrečenu meru. Međutim, ukoliko investiciono društvo ni na osnovu pismenog rešenja ne otkloni nepravilnosti, Komisija će mu izreći oštrij meru od prethodne, uključujući i novčanu kaznu.³² Komisija će kazniti za prekršaj investiciona društva novčanom kaznom u iznosu od 100.000 do 2.000.000 dinara ukoliko: povrede pravila o primerenosti kapitala, upravljanju rizicima i likvidnosti; ne primenjuju procedure i postupke za upravljanje rizicima; prekorače dozvoljene granice izloženosti riziku.³³

5. ZAKLJUČAK

Upravo nam je svetska finansijska kriza ukazala koliko je u praksi potreban jak i sveobuhvatan nadzor nad učesnicima, postupcima i institucijama na tržištu kapitala, te da je jačanje nadzora podjednako važno kao i stvaranje nove regulative. Domaćem tržištu kapitala, koje je bilo pogođeno ekonomskom krizom, potrebno je da povрати poverenje investitora, za šta je potrebno mnogo više od valjane regulative. Iako Zakon o tržištu kapitala, stavovi i mišljenja Komisije za hartije od vrednosti u značajnoj meri doprinose zaštiti ulagača i očuvanju poverenja u tržište kapitala, još uvek postoji potreba da se prevaziđu određene normativne prepreke i neusklađenosti. Stoga je u radu ukazano na poslednje zakonske i podzakonske izmene, koje imaju za cilj unapređenje položaja Komisije na tržištu, te uslova rada inspektora Komisije, što doprinosi daljem jačanju integriteta i nezavisnosti Komisije.

Očuvanje stabilnosti i unapređenje efikasnosti tržišta kapitala ne zavisi samo od javnih politika države u ovoj oblasti, već i od brojnih institucionalnih faktora, ali i od samih učesnika na tržištu. Glavnu ulogu u jačanju i redefinisanoj tržišta vrednosnih papira ima Komisija za hartije od vrednosti, kao nacionalni regulatorni organ na tržištu kapitala. Stoga je potrebno da Komisija nastavi sa sprovođenjem kontinuiranih i pažljivih procesa nadzora, praćenih odgovarajućim sankcionisanjem učesnika na tržištu. Uz to potrebno je obezbediti potpunu nepristrasnost članova Komisije, kao i stalno usavršavanje zaposlenih, kako onih u Komisiji, tako i zaposlenih kod investicionih društava, ali i šire javnosti. Stručno usavršavanje predstavlja jednu od osnovnih mera prevencije na tržištu vrednosnih papira, pri čemu ključnu ulogu imaju Komisija, investiciona društva, berza itd.

32 N. Jovanović, Berzansko pravo, 224-225.

33 Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 293. stav 1. tačka 15-18.

Ranko Sovilj, PhD

Research Associate, Institute of Social Sciences in Belgrade

Sanja Stojkovic-Zlatanovic, PhD

Research Associate, Institute of Social Sciences in Belgrade

THE ROLE OF THE SECURITIES COMMISSION IN THE PROCESS OF CONTROL OPERATIONS OF INVESTMENT FIRMS

Abstract:

The dynamic development of capital markets in recent years represents a potential threat to all its participants, due to numerous manipulations, speculative investors and the complex financial instruments that the average participant on the market does not understand. The global financial crisis pointed how in practice needs a strong and complete supervision of the capital market participants, and that the strengthening of controls is important as a creating a new regulations. The key characteristic in the process of redefining the role of supervision in the capital market is the awareness of the fragility of the financial system, as a result of excessive exposure to risks of the investment firms in their business. This requires the adoption of a new measures and instruments of supervision over the operations of investment firms, in order to provide the safety of the capital market. As a result, the domestic legislator has significantly strengthened the supervisory powers of the Securities Commission, thereby expanding the circle of subjects and procedures that the Commission supervise, and measures that can be taken, ensuring efficient and better implementation of necessary activities on the domestic capital market. This contributes to establishing the required integrity and independence of the Commission as the supervisory authority on the capital market. The policy of financial market that encourages fair competition, coupled with robust supervision of forceful and independent institutions, may contribute to further efficiency of the capital market and providing safety to all participants.

Keywords: *Securities Commission, investment firms, supervision, capital market*

LITERATURA:

1. Caruana, J., (2010). Finansijska stabilnost: 10 pitanja i otprilike sedam odgovora. Bankarstvo (3-4), str. 110
2. Caruana, J., (2012). Izgradnja otpornog finansijskog sistema. Bankarstvo (2), str. 112

3. Cesarini, F., (1994). The Role of Own Funds in: G. Ferrarini (editor) Prudential Regulation of Banks and Securities Firms, Kluwer Law International, London – The Hague
4. Cicmil, N., (2005). Ovlašćena banka i Kastodi banka kao učesnici na tržištu hartija od vrednosti. *Pravni život* (10), str. 1187-1193
5. Dabrowski, M., (2009). The Global Financial Crisis: Lessons for European Integration. *CASE Network Studies & Analyses* 384, str. 19
6. Dugalić, V., Štimac, M., (2011). Osnove berzanskog poslovanja, Beograd, Stubovi kulture, str. 107-108
7. Greuning, H.V., Brajović Bratanović S., (2006). Analiza i upravljanje bankovnim rizicima, Zagreb, Svetska banka – Mate, str. 309
8. Ingves, S., (2013). Trenutni prioritet Bazelskog komiteta: podizanje letvice. *Bankarstvo* (1), str. 152
9. Izveštaj o radu Komisije za hartije od vrednosti i kretanjima na tržištu kapitala u periodu: januar-decembar 2015. godine (2016). Beograd, str. 30
10. Janković, L., (2013). Uloga tržišta kapitala u razvoju privrede i bankarstva. *Pravni život* (11), str. 537
11. Jovanović, N., (2009). Berzansko pravo, Beograd, Pravni fakultet, str. 219-220
12. Jovanović, N., (2011). Novi zakonodavni mućak Srbije u MiFID okruženju u: Vuk Radović (urednik) Usklađivanje poslovnog prava Srbije sa pravom Evropske unije, Beograd, Pravni fakultet, str. 282
13. Jovanović, N., (2001). Položaj nadzorne vlasti u poslovanju vrednosnicama kod nas i u okruženju. *Pravo i privreda* (5-8), str. 292-301
14. Milovanović, D., (2011). Nova rešenja predloga Zakona o tržištu kapitala. *Pravo i privreda* (4-6), str. 572
15. Momirović, D., (2012). Nova arhitektura regulatornog i nadzornog dizajna Evropske unije – makro i mikro prudencijalni pristup. *Bankarstvo* (1), str. 84
16. Pravilnik o nadzoru koji sprovodi Komisija za hartije od vrednosti, Službeni glasnik RS, br. 68/2016, 15/2017, član 4-29.
17. Sovilj, R., Stojković-Zlatanović, S., (2017). Posledice finansijskih kriza – uporednopravna analiza. *Strani pravni život* (1), str. 139-153
18. Vasiljević, B., Delić, M., (2009). Regulacija finansijskog tržišta. *Pravo i privreda* (5-8), str. 473
19. Vasiljević, M., Vasiljević, B., Malinić, D., (2008). Finansijska tržišta, Beograd, Komisija za hartije od vrednosti, str. 62-63
20. Zakon o tržištu kapitala, Službeni glasnik RS, br. 31/2011, 112/2015, 108/2016, član 203. stav 2.